Resumen Calificación Quinta Emisión de Obligaciones (Estados Financieros septiembre 2017)

DELCORP S.A.

Calificación

Mariana Ávila
Subgerente de Análisis
mavila@icredelecuador.com

Hernán López
Gerente General
hlopez@icredelecuador.com

Instrumento	Calificación	Tendencia	Acción de Calificación	Metodología
Quinta Emisión de Obligaciones	AA	+	Inicial	Calificación de Obligaciones

Definición de categoría

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y a la economía en general.

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

Fundamentos de Calificación

ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A., en comité No. 113, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M. el día 31 de octubre de 2017; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2014, 2015 y 2016, con sus respectivas notas, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la Emisión y otra información relevante con fecha septiembre 2017, califica en Categoría AA (+), a la Quinta Emisión de Obligaciones DELCORP S.A.

- A pesar, de que el sector agrícola ha tenido en general una tendencia a la baja reflejada en menores ventas de productos, se espera una recuperación gradual para los próximos años, situación que favorecería directamente a la compañía. Es importante denotar que los precios de los productos se fijan internacionalmente, el Emisor ha sabido manejar estas fluctuaciones, consolidándose como referente en el medio.
- La compañía tiene una adecuada administración y planificación, se trata de una empresa con vasta experiencia y reconocimiento en el mercado, ha ido expandiéndose con el tiempo, sin embargo, todavía no ha generado lineamientos estratégicos ni Gobierno Corporativo.
- En lo que respecta a su posición financiera, la compañía presenta capital de trabajo positivo e índices de liquidez sobre la unidad (septiembre 2017), un manejo adecuado de su cartera (contando con una póliza de cartera de seguro sobre la cartera con COFASE Sucursal Ecuador S.A. vigente hasta el 30 de junio de 2018.). A pesar de presentar menores ventas, han mejorado sus costos de ventas y optimizado sus gastos operativos.
- La compañía durante el periodo de estudio (2014 - 2016) mantiene un adecuado apalancamiento en sus proveedores, con plazos hasta 180 días, lo que afianza sus relaciones comerciales y le permite mantener suficientes flujos operativos.
- La Emisión bajo estudio está adecuadamente instrumentada, cumple con todos los requerimientos formales en su estructuración y contempla un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses de hasta el 80% de los activos de la Compañía. Además, cuenta con una garantía específica, consistente en un fideicomiso de inventario y cartera debidamente estructurado y que servirá como garantía de la cancelación y fuente de pago de las obligaciones. Presentará siempre una cobertura de al menos el 125% del saldo de capital insoluto de las obligaciones en circulación.
- Los flujos proyectados estresados por ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. son más que suficientes como para permitir a la empresa cumplir con todas las obligaciones derivadas de esta Emisión y con los demás requerimientos propios de su operación normal.

Objetivo del Informe y Metodología

El objetivo del presente informe es entregar la calificación de la Quinta Emisión de Obligaciones de DELCORP S.A., como empresa dedicada a la importación, comercialización, fabricación y distribución de toda clase de productos farmacéuticos y fertilizantes agrícolas, a través de un análisis detallado tanto cuantitativo como cualitativo de la solvencia, procesos y calidad de cada uno de los elementos que forman parte del entorno, de la compañía en sí misma y del instrumento analizado.

ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A., a partir de la información proporcionada, procedió a aplicar su metodología de calificación que contempla dimensiones cualitativas y cuantitativas que hacen referencia a diferentes aspectos dentro de la calificación. La opinión de ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. respecto a éstas, ha sido fruto de un análisis realizado mediante un set de parámetros que cubren: sector y posición que ocupa la empresa, administración de la empresa, características financieras de la empresa y garantías y resguardos que respaldan la Emisión.

Conforme el Artículo 12, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la ponderación máxima en todos los aspectos que se analicen tiene que ver con la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes. Los demás aspectos tales como sector y posición de la empresa calificada en la industria, administración, situación financiera y el cumplimiento de garantías y resguardos se ponderan de acuerdo con la importancia relativa que ellas tengan al momento de poder cumplir con la cancelación efectiva de las obligaciones.

ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A., guarda estricta reserva de aquellos antecedentes proporcionados por la empresa y que ésta expresamente haya indicado como confidenciales. Por otra parte, ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. no se hace responsable por la veracidad de la información proporcionada por la empresa.

La información que sustenta el presente informe es:

- Entorno macroeconómico del Ecuador.
- Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Información cualitativa proporcionada por el Emisor.
- Estructura del Emisor. (perfil de la empresa, estructura administrativa, proceso operativo, líneas de productos, etc.).
- Prospecto de Oferta Pública de la Emisión.
- Escritura Pública de la Emisión.
- Estados Financieros Auditados 2014- 2016, con sus respectivas notas.
- Estados Financieros no auditados con corte 30 septiembre 2016 y 30 septiembre 2017.
- Detalle de activos y pasivos corrientes para los meses de abril- septiembre 2017.
- Depreciación y amortización anual del periodo 2014-2016.
- Depreciación y amortización hasta septiembre 2017.
- Declaración Juramentada de los activos que respaldan la Emisión con corte septiembre 2017.
- Proyecciones Financieras desde el cuarto trimestre de 2017 al cuarto trimestre 2022.
- Reseñas de la compañía.
- Otros documentos que la *compañía consideró* relevantes

Con base a la información antes descrita, ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. analiza lo descrito en el Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera:

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor o del garante, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujos dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables. Consideraciones sobre los riesgos

previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados.

- Consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Emisor

- DELCORP S.A. fue constituida en la ciudad de Guayaquil el 30 de junio de 1993, e inscrita en el Registro Mercantil el 22 de julio del mismo año. La compañía se dedica como actividad principal a la importación, exportación, transformación y distribución de fertilizantes.
- Como consecuencia del posicionamiento en el mercado, DELCORP S.A. ha logrado el respaldo de reconocidas casas comerciales extranjeras de Alemania, Suiza, Estados Unidos, Canadá y Rusia, lo cual ha sido posible por los resultados y el compromiso demostrado.
- Además, mantienen una política de dividendos en la cual se tiene como política la capitalización del 100% de sus beneficios y no se repartirán dividendos mientras estén las obligaciones en mora.
- Con el fin de propender la superación cultural, intelectual y profesional, la compañía por medio de la Jefatura de Recursos Humanos, formula programas anuales de capacitación y entrenamiento, comprenden tanto la asistencia a cursos de mejoramiento profesional, como de superación personal. Adicionalmente, la empresa cuenta con beneficios adicionales para sus empleados, como son: seguro privado, alimentación y transporte.
- La compañía cuenta con un Reglamento Interno de Trabajo dentro de sus Políticas de Recursos Humanos. La administración del personal se ejercerá por la Gerencia General y los Gerentes de Área, a través del Jefe de Recursos Humanos.
- Con la finalidad de mantener un adecuado manejo de su información la compañía dispone de diversos sistemas de información, entre los que destacan: Sistema ERP (Microsoft Dynamics GP2010), Sistema de Nómina (Sinergy), Business Intelligence (Salient; Power BI) y mail (Office 365).
- Los valores corporativos que forman la identidad de la compañía son: ética e integridad, honestidad, disciplina y respeto
- Por otra parte, la compañía contribuye activamente con la Fundación Kairós, la cual tiene como objetivo facilitar el proceso de integración social a niños, niñas, adolescentes, y familias en situación de conflictos, VIH sida, abuso sexual, desamparo, maltrato y/o riesgo social a través de diferentes programas de intervención. Su atención es de 500 niños directos y sus familias.
- La compañía comercializa sus productos bajo la marca "Fertiandino", la cual brinda al agricultor ecuatoriano una gran variedad de productos en su línea de Fertilizantes Simples y su Línea de Mezclas Físicas, ya que en base a análisis de suelos presentados ofrece el servicio de Fertilización de Precisión por Ubicación lo que ha llevado que hoy por hoy los clientes soliciten a sus dependientes "el saco de las frutitas" haciendo referencia al isotipo de la marca.
- Dentro de la división de fertilizantes se comercializan seis tipos de fertilizantes que son: fertilizantes simples, fertilizantes solubles, fertilizantes supremos, abonos completos, formulas específicas, y elementos menores.
- El programa de Investigación de Suelo y Cultivo CSI, en sus dos presentaciones, representa a través de mapas el suministro de cada elemento en el suelo o su concentración a nivel planta (foliar), facilitando la visualización de su distribución espacial. La compañía trabaja con cultivos en la costa y en la sierra.
- Por otro lado, cuenta con una red de abastecimiento, la cual le ha permitido ubicar geográficamente bodegas en Guayaquil, El Triunfo, Quevedo, Quininde, Machala, Sangolquí, y el punto de descarga Ecuagran.
- La política de precios que maneja la compañía determina que los precios de venta de los productos serán determinados por la Directora Comercial en base al costeo presentado por el Departamento de Contabilidad y podrán ser revisados cuando así lo requieran según las condiciones del mercado. Los descuentos en ventas serán autorizados por el Comité Ejecutivo según el volumen de ventas de cada cliente y de acuerdo con los siguientes porcentajes: fertilizantes simples de hasta el 1,5%, mezclas tradicionales de hasta el 1,5%, mezclas específicas de hasta el 4%, y productos especializados de hasta el 3%.
- Durante el periodo 2014 - 2015, las ventas han mostrado una tendencia decreciente pasando de USD 56,6 millones el 2014 a USD 45,2 millones el 2015, sin embargo, para el 2016 aunque las ventas también disminuyeron a USD 43,2 millones, el porcentaje de reducción es del 4,5% frente al 20% del año anterior.
- El costo de ventas pasa de USD 47,4 millones el 2014 a USD 35,1 el 2016. Para el 2016 el costo de ventas disminuye en 9,6%, mientras que las ventas se reducen en 4,5% lo cual impacta positivamente en su margen bruto, el cual creció en USD 1,7 millones, respecto del 2015
- La compañía cierra el 2016 con una utilidad neta de USD 209,31 mil frente a una pérdida neta de USD 1,4 millones el 2015 y una utilidad de USD 774,15 el 2014.
- Una comparación de las ventas entre septiembre 2016 y septiembre 2017 refleja una reducción de 25%, al pasar de USD 31,5 millones a USD 23,6 millones y una reducción del

costo de ventas del 30%, esto es, de USD 25,7 millones a USD 17,9 millones.

- Así mismo, la estrategia de la compañía de reducir su costo de ventas tiene un impacto positivo en su margen bruto, el cual se incrementa de un 18,4% a 23,8%, cerrando en USD 5,6 millones a septiembre 2017.
- Los gastos de administración y ventas se reducen en USD 191 mil alcanzando una participación de la utilidad operativa sobre las ventas del 8,46%, lo que representa USD 1,99 millones en septiembre 2017.
- Los gastos financieros en septiembre 2017 se incrementan en USD 537 mil frente a septiembre 2016, alcanzando los USD 1,96 millones lo produce una utilidad antes de participación e impuestos de USD 106 mil frente a los USD 563 mil a septiembre 2016.
- Como se mencionó, el costo de ventas presentó una evolución positiva al pasar de 86% el 2015 a 81% el 2016 y a 76% en septiembre 2017. Esto por ende ha mejorado el margen bruto al pasar de 14,03% el 2015 a 18,68% el 2016.
- El pasivo corriente comparado con el pasivo total se incrementa del 64% el 2014 hasta un pico de 81,3% el 2016 y se reduce al 63% a septiembre 2017.
- El capital de trabajo se muestra negativo desde el año 2015 y alcanza un pico de USD 7,4 millones negativo el 2016. Sin embargo, a septiembre 2017 muestra una recuperación cerrando en USD 671 mil a septiembre 2017, principalmente por la reducción de USD 5,5 millones en las cuentas por pagar comerciales.
- El ROA pasa de -3,25% el 2015 a 0,39% el 2016 y a 0,27% en septiembre 2017. Mientras que el ROE va de -16,9% el 2015 a 2,5% el 2016 y a 1,6% en septiembre 2017.
- El índice de endeudamiento promedia 0,83 en el período analizado, mismo que se ha mantenido constante.

Instrumento

Con fecha 5 de octubre de 2017, la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía DELCORP S.A. autorizó la Quinta Emisión de obligaciones DELCORP por un monto de hasta USD 7.000.000. Según el siguiente detalle:

CLASE	A	B
Monto	Hasta USD 7.000.000	
Plazo	1.080 días	1.440 días
Tasa interés anual y fija	8,00 %	8,00 %
Pago intereses	Trimestral	Trimestral
Pago capital	Trimestral	Trimestral

La Emisión está respaldada por Garantía General, Garantía Específica y amparada por los siguientes resguardos:

RESGUARDOS DE LEY
Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.
Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
No repartir dividendos mientras existan valores/ obligaciones en mora.
Mantener durante la vigencia de la Emisión, la relación Activos Libres de Gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

LIMITE Y/O POLÍTICA DE ENDEUDAMIENTO
Mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses de hasta el 80% de los activos de la compañía.

GARANTÍA ESPECÍFICA
Fideicomiso de inventario y cartera denominado "Fideicomiso Garantía Quinta Emisión de Obligaciones DELCORP".

El contrato de Fideicomiso Mercantil Irrevocable de garantía fue celebrado el veintisiete de octubre de 2017 entre la compañía DELCORP S.A.; la compañía Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.; y la compañía AFPV Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A., el contrato constituye el Fideicomiso Mercantil Irrevocable denominado "Fideicomiso Garantía Quinta Emisión de Obligaciones DELCORP", el cual consiste en un patrimonio autónomo, separado e independiente de aquel o aquellos del constituyente, del Beneficiario, de la Fiduciaria, del Representante de los Obligacionistas o de terceros en general, así como de todos los que corresponden a otros negocios fiduciarios manejados por la Fiduciaria.

Los bienes que serán aportados al Fideicomiso serán: mercadería (son los bienes consistentes en fertilizantes que son aportados por el constituyente y que serán aportados en el futuro) y cartera (conjunto de cuentas por cobrar y/o documentos, facturas o títulos de propiedad del constituyente, originada en virtud con los contratos o transacciones comerciales, celebradas con sus clientes y que se aportarán al presente Fideicomiso).

Dicho patrimonio autónomo se encontrará integrado inicialmente con la mercadería aportada por el constituyente a través de este instrumento, y posteriormente estará por todos los activos y pasivos que generen en virtud del cumplimiento del objeto de este Fideicomiso. El Fideicomiso, sus bienes y derechos no pueden ser objeto de medidas cautelares ni providencias preventivas dictadas por jueces o tribunales, ni ser afectados por embargos, ni secuestros dictados en razón de deudas u obligaciones del constituyente, del beneficiario,

del representante de los obligacionistas o de terceros en general, así como tampoco procederán tales medidas debido a obligaciones de la Fiduciaria, y estará afecto y destinado única y exclusivamente al cumplimiento del objeto del Fideicomiso, en los términos y condiciones señalados en el instrumento. El instrumento tiene por objeto principal que la cartera, la mercadería y los recursos que integrarán el patrimonio autónomo del Fideicomiso, sirvan como garantía de la cancelación y fuente de pago de las obligaciones.

Riesgos previsibles en el futuro

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles asociados al negocio y como riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la Emisión, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la compañía. El riesgo se mitiga por un análisis detallado del portafolio y el seguimiento continuo del mismo.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados, que afectarían el costo de ventas de la compañía y por ende a su competitividad para mitigar este riesgo, cuentan con un portafolio de proveedores locales y del exterior con los cuales mantienen relaciones estables que les permite negociar condiciones.
- El mercado de agroquímicos es altamente competitivo tanto en el precio como en el crédito que se otorga a los clientes, lo que podría ocasionar una disminución en margen o en ventas, por lo que la empresa con el fin de mantener sus niveles de ventas podría sacrificar su margen de ganancia. La empresa mitiga este riesgo mediante servicios que permiten una atención personalizada al cliente lo cual ha generado una importante fidelidad del mismo hacia la compañía.
- Cambios importantes en la normativa medio ambiental podrían desfasar las metodologías y tecnologías empleadas por la compañía, exponiéndola a incrementos en el capital requerido para desarrollar los cambios necesarios. Este riesgo es mitigado por la empresa a través del seguimiento cercano de la normativa en el país y de la aparición de nuevas tecnologías en el mundo.

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión son principalmente inventarios, inversiones en acciones, y cuentas por cobrar. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros que mantienen sobre los activos.
- Al ser el 32,58% de los activos, correspondientes a inventarios, existe el riesgo que éstos sufran daños, por mal manejo, por obsolescencia o pérdidas, lo que provocaría que la compañía pierda ventas por falta de inventario. La empresa mitiga el riesgo a través de un control permanente de inventarios y controles de calidad de los productos al ingresar a la compañía, evitando de esta forma pérdidas o daños.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que han afectado la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado, provocando disminución de flujos propios de la operación. La empresa mitiga este riesgo al mantener una póliza de seguro sobre la cartera con COFASE Sucursal Ecuador S.A. vigente hasta el 30 de junio de 2018.
- Una concentración en ingresos futuros en determinados clientes podría disminuir la dispersión de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración. Si la empresa no mantiene altos niveles de gestión de recuperación y cobranza, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de cartera y por lo tanto de los activos que respaldan la Emisión. La empresa mitiga este riesgo al mantener una póliza de seguro sobre la cartera con COFASE Sucursal Ecuador S.A. vigente hasta el 30 de junio de 2018.
- Un cese en las operaciones en las compañías en las cuales tiene participación de capital DELCORP S.A. o la presencia de malos resultados podría disminuir el valor de las inversiones en acciones. Al ser estas empresas colaboradoras directos en las operaciones de DELCORP S.A. un problema en ellas podría tener un efecto en el desenvolvimiento de la compañía. El riesgo se mitiga ya

que las compañías en las cuales se mantienen inversiones tienen un adecuado desempeño, han presentado utilidades durante el periodo de estudio (2014- 2016) y la gerencia de DELCORP S.A. mantiene un estrecho vínculo con éstas.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal h, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la Emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene DELCORP S.A. se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 2,85 millones, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar a compañías relacionadas corresponden al 5,39% del total de activos y el 16,75% de los activos que respaldan la Emisión. Por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión es considerable, si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones, la empresa aún estaría en condiciones de cumplir con sus obligaciones, pero deberá asegurar su cobro en el mediano plazo. Este riesgo se mitiga mediante contratos que respaldan las transacciones realizadas entre compañías del grupo.
- Escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de las compañías relacionadas, lo cual afectaría a la empresa emisora, dado que las cuentas por cobrar compañías relacionadas tienen una considerable importancia dentro de los activos que respaldan la Emisión; si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones, la empresa aún estaría en condiciones de cumplir con sus obligaciones, pero deberá asegurar su cobro en el mediano plazo. Este riesgo se mitiga mediante contratos que respaldan las transacciones realizadas entre compañías del grupo.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal h, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la Emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene DELCORP S.A. se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 2,85 millones, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- *Las cuentas por cobrar a compañías relacionadas* corresponden al 5,39% del total de activos y el 16,75% de los activos que respaldan la Emisión. Por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión es considerable, si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones de pago de las relaciones comerciales. Este riesgo se mitiga mediante contratos que respaldan las transacciones realizadas entre compañías del grupo.
- Escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de las compañías relacionadas, lo cual afectaría a la empresa emisora, dado que las cuentas por cobrar compañías relacionadas tienen una importancia dentro de los activos que respaldan la Emisión. Este riesgo se mitiga mediante contratos que respaldan las transacciones realizadas entre compañías del grupo.

El resumen precedente es un extracto del informe de la Quinta Emisión de Obligaciones de DELCORP S.A., realizado con base a la información entregada por la empresa y de la información pública disponible.

Atentamente,

Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)
Gerente General